



Presentación del Informe Anual correspondiente al ejercicio 2011

JULIO SEGURA, PRESIDENTE
29 de mayo, 2012

El año 2011 se caracterizó por un elevado grado de inestabilidad en los mercados, consecuencia tanto de la desaceleración del crecimiento a nivel mundial como del recrudecimiento de las tensiones en la deuda soberana europea. Ambas circunstancias contribuyeron a truncar a finales del primer semestre la evolución favorable del entorno macrofinanciero internacional que se había registrado durante los primeros meses del año. De este modo, al final del ejercicio, el crecimiento mundial se situaba en el 4%, un punto porcentual menos que en 2010, aunque superior a la media de los últimos 25 años. Esta desaceleración fue especialmente intensa en las economías avanzadas que, en su conjunto, crecieron en 2011 la mitad que el año anterior.

El mantenimiento de las expectativas de inflación en niveles reducidos facilitó que los tipos de interés oficiales permaneciesen inalterados, con la salvedad de la zona euro, donde se incrementaron 50 puntos básicos entre abril y julio para volver en los últimos meses de 2011 al 1% con el que comenzaron el ejercicio.

En un contexto de elevada incertidumbre, que aumentó conforme transcurría el año, los tipos de interés de la deuda soberana de las principales economías mostraron una evolución dispar, con tipos próximos al 2% para la deuda a diez años en las economías percibidas como más sólidas, como EE.UU. y Alemania, y tipos crecientes a partir del segundo trimestre de 2011 para un grupo cada vez más numeroso de países del área del euro. De hecho, por primera vez, la prima de riesgo de países como Italia, Francia o Bélgica se vio afectada de forma sustancial por este nuevo episodio de crisis de deuda, lo que propició la adopción de nuevas medidas de política económica en aquellos países, como Italia y España, que sufrieron de manera especialmente intensa el impacto de estas turbulencias. Por su parte, a finales de año, el Banco Central Europeo relajó sus condiciones de aceptación de activos como garantía en sus operaciones ordinarias de financiación y, más importante aún, realizó dos operaciones extraordinarias de financiación a 36 meses.

En los mercados de renta fija mundiales, el fuerte repunte en el nivel de riesgo percibido en muchos emisores soberanos provocó una importante contracción en la actividad emisora privada. De hecho, en el último cuatrimestre del año se produjo una auténtica sequía de emisiones de deuda, especialmente bancaria, en casi todas las jurisdicciones.

Los mercados de renta variable se vieron igualmente afectados, cerrando el ejercicio con un descenso de los principales índices de referencia. Las subidas en las cotizaciones de los primeros meses dieron paso posteriormente a descensos muy pronunciados en las mismas, con volatilidades extraordinariamente elevadas a partir de finales de julio, que fueron particularmente intensas en los valores financieros. En ese entorno, el 11 de agosto, bajo la coordinación de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), varios supervisores de valores europeos, incluida la CNMV, prohibieron temporalmente las ventas en corto sobre valores del sector financiero, como comentaré más adelante en detalle.

En lo referente a la evolución de la economía española, tras dos años con tasas de crecimiento del PIB negativas, el ejercicio 2011 se cerró con un ligero crecimiento del 0,7%. A pesar de la moderación de los costes laborales, esencial para impulsar la competitividad de la economía

española, esta cifra de crecimiento fue insuficiente para mejorar los resultados del mercado de trabajo, que terminó el año con una tasa de desempleo próxima al 23%. La debilidad de la actividad de nuestra economía dificultó el avance en el proceso esencial de consolidación fiscal, registrándose un déficit público del 8,9% del PIB.

En este contexto, es ineludible mantener con determinación los esfuerzos en marcha para culminar el saneamiento del sector financiero y situar las finanzas públicas en una senda que disipe cualquier duda sobre su sostenibilidad. Estos esfuerzos son fundamentales para que la economía española recupere el camino del crecimiento estable a medio plazo, aunque sus efectos a corto plazo pueden ser contractivos, como ponen de manifiesto las previsiones para 2012, que establecen retrocesos entre el 1 y el 1,8% para la economía española.

¿Cómo evolucionaron los mercados de valores españoles en este contexto? Si ha habido un elemento que ha condicionado la evolución de los mercados de renta fija y variable en España durante 2011, este fue la evolución del riesgo de la deuda soberana y, como consecuencia, de la bancaria, y la inestabilidad que ello generó durante los meses de abril a noviembre, momento este en que las primas del CDS soberano español alcanzaron su punto más alto, próximo a los 490 puntos básicos, si no se tienen en cuenta los valores registrados en este último mes, en el que se han llegado a superar los 550 puntos básicos.

La percepción del riesgo vinculado a la deuda española, que había mejorado levemente en los primeros meses de 2011, empeoró posteriormente como consecuencia, primero, del rescate de Portugal en abril y, después, del recrudecimiento de la crisis griega a partir del verano, lo que afectó asimismo a las primas de riesgo del sector privado y, en particular, del financiero. Se mantuvieron, por tanto, las dificultades de financiación de este sector, que recurrió, al igual que el resto de las entidades europeas, a la financiación del Eurosistema para complementar los recursos captados mediante emisiones privadas. En este sentido, durante 2011, las entidades optaron por incrementar las emisiones de **renta fija** en aquellos instrumentos en los que se apreciaba una mayor calidad crediticia, en particular, las cédulas hipotecarias y territoriales. El aumento de las primas de riesgo y la fuerte presión vendedora de los meses de verano produjeron un cambio de tendencia en la contratación de deuda pública en los mercados secundarios, que, tras tres años disminuyendo, aumentó un 9,4%.

Las cotizaciones de los mercados de renta variable sufrieron similar suerte, con avances notables durante el primer trimestre y descensos pronunciados, con elevada volatilidad desde entonces. El Ibex 35 perdió un 13% en el conjunto del año, en línea con otras plazas europeas y con el mercado japonés. Sin embargo, en los primeros meses de 2012 su descenso es más pronunciado, como consecuencia de las peores expectativas de crecimiento de nuestro país.

Mención especial merece el comportamiento de la volatilidad del mercado, que tras el aumento de los tipos de interés en abril y julio de 2011 por parte del Banco Central Europeo y las dificultades en Estados Unidos para llegar a un acuerdo que permitiese aumentar el techo de la deuda federal, llegó a valores próximos al 50%, cerrando el año en cotas algo menores pero todavía altas. La nota positiva vino de la mano de la actividad de contratación en el mercado español, cuyo volumen superó el billón de euros, con más de 40 millones de operaciones, lo que supuso un récord histórico de nuestro mercado.

La reestructuración del sector financiero y sus dificultades de financiación también han tenido su impacto en los mercados de renta variable. Así, las salidas a bolsa de Bankia, Banca Cívica, CaixaBank y las ampliaciones de capital en forma de *scrip dividends* de diferentes entidades bancarias posibilitaron tanto la captación de recursos en bolsa por más de 6.500 millones de

euros, como mantener constante la capitalización del sector bancario a pesar de las caídas de precios de las acciones.

Respecto a las salidas a bolsa que acabo de mencionar, quiero señalar que, en las operaciones de Banca Cívica y Bankia, dadas las dificultades de valoración de estas entidades de reciente creación, y con el fin de proteger a los inversores minoristas que pudieran acudir a alguna de estas ofertas, la CNMV, además de exigir el preceptivo 25% de *free float* o porcentaje del capital cotizado libremente en bolsa, requirió la concurrencia de un tramo institucional del 40% de forma que se garantizara un precio ajustado para los inversores. El proceso competitivo hizo que los precios de salida de las acciones se situaran muy por debajo de los valores en libros y de los objetivos iniciales de las entidades. En el caso concreto de Bankia, este proceso competitivo generó precios de salida muy por debajo de las pretensiones iniciales de la entidad. Esto dio lugar a un valor de la ratio valor de mercado sobre valor en libros de los más bajos del mercado. De este modo, la exigencia de un tramo institucional por parte de la CNMV logró rebajar el precio de salida, lo que ha permitido atemperar las pérdidas sufridas por los inversores tras el descenso posterior de valor de las acciones de Bankia en un contexto de fuerte corrección de las cotizaciones del sector financiero nacional.

En cualquier caso, a las necesidades de captación de recursos financieros derivadas de la situación del sector se han venido a sumar las obligaciones de capitalización y provisión de activos establecidas por los reales decretos-ley 2/2012, de saneamiento del sector financiero y 18/2012, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero. Estas necesidades aumentan sin duda los incentivos de las entidades para tratar de acudir a los mercados de capitales utilizando no solo emisiones de acciones, sino también instrumentos financieros más o menos complejos convertibles en acciones. No es en absoluto descartable que algunas de estas emisiones, o parte de las mismas, se dirijan a los inversores minoristas. En todo caso, la CNMV continuará velando por que estos inversores minoristas dispongan de toda la información necesaria para adoptar sus decisiones de inversión y por que el precio al que se adquieran estos títulos esté respaldado por informes de valoración independientes o, en los casos en los que esta valoración sea especialmente complicada, por la existencia de tramos mayoristas suficientemente amplios y representativos.

¿Como han evolucionado en este contexto las entidades bajo supervisión de la CNMV?

En relación con las instituciones de inversión colectiva (IIC), a pesar de que en conjunto tuvieron una rentabilidad ligeramente positiva, aunque negativa en términos reales, se mantuvo la tendencia decreciente tanto en patrimonio gestionado como en número de partícipes.

El patrimonio gestionado disminuyó un 8% como consecuencia de mayores reembolsos, en parte debido a la competencia de los depósitos bancarios, y el patrimonio medio por fondo descendió en tres millones de euros.

Adicionalmente, 2011 fue, de nuevo, un año de salida de partícipes de los fondos de inversión, hasta situarse en algo menos de 4,9 millones, lo que supone algo más de la mitad de los existentes en 2007. Los fondos con más salidas fueron los de renta fija y los garantizados de renta variable, con un notable crecimiento de los garantizados de renta fija.

Las sociedades gestoras continuaron con la tendencia iniciada en 2009 de fusionar fondos con el objetivo de reorganizar el exceso de oferta y de subsanar insuficiencias de patrimonio o número mínimo de partícipes. De hecho, la práctica totalidad de los fondos que se dieron de baja a lo largo de 2011 fueron absorbidos por otros fondos.

En lo referente a los fondos de inversión inmobiliarios, se produjeron varios hechos significativos. En primer lugar, la transformación en sociedad anónima de un fondo que suponía el 21% del patrimonio total de este tipo de fondos, lo que propició un claro descenso del patrimonio total gestionado. En segundo lugar, las entidades de crédito propietarias de las gestoras dotaron de liquidez a la práctica totalidad de los fondos, ofreciendo ventanas de liquidez para que los partícipes pudieran efectuar reembolsos, lo que redujo en un 60% el número de inversores y permitió regularizar la situación de varios fondos inmobiliarios con reembolsos suspendidos en años precedentes. Por último, uno de los fondos que se encontraba en proceso de liquidación ha sido dado de baja en los primeros meses de 2012.

En lo que concierne al sector de las empresas de servicios de inversión (ESI), las sociedades y agencias de valores experimentaron un año más de reducción en los beneficios. El menor volumen negociado incidió en la reducción de las comisiones percibidas tanto por tramitación de órdenes como por comercialización de IIC, lo que, unido a un ligero aumento de los gastos de explotación, motivó una reducción en el ejercicio del 22% del resultado neto agregado en las sociedades, y de un 14% en las agencias de valores. No obstante, su comportamiento a nivel individual no fue homogéneo, sino que, de hecho, un 41% de estas entidades mejoraron sus resultados respecto a 2010.

La reestructuración del sector bancario supuso el cambio de control de siete sociedades y una agencia de valores, siendo cinco de ellas adquiridas por entidades financieras españolas.

Si nos fijamos en la solvencia del sector, que ya era muy elevada a comienzos de 2011, se ha visto si cabe más reforzada, manteniéndose a finales de 2011 un exceso de recursos propios, que son 4,3 veces superiores a los exigibles. Al igual que en 2010, ninguna entidad presentó déficit de recursos propios durante 2011.

Mención especial merece la buena acogida que está teniendo, desde su creación en 2009, la figura de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), que cuenta a día de hoy con 93 entidades, 31 de las cuales se registraron en 2011 y doce en lo que va de 2012.

El patrimonio asesorado por las EAFI a 31 de diciembre de 2011 era aproximadamente 17.200 millones de euros, más del 80% del cual correspondía a clientes profesionales, a pesar de que de los 3.600 clientes de estas entidades, el 95% son minoristas.

Por último, cabe señalar que los sistemas de compensación y liquidación españoles funcionaron con normalidad durante el ejercicio 2011, lo que confirma un año más la fiabilidad de las infraestructuras españolas. Los aspectos más relevantes a destacar en el ámbito de la compensación y liquidación afectan a la normativa aplicable.

En primer lugar, durante 2011 entraron en funcionamiento los procedimientos de liquidación y registro de operaciones bilaterales realizadas fuera del mercado secundario oficial y, en febrero, comenzó su actividad la plataforma Link-up Markets, gestionada por diez depositarios centrales de valores, entre ellos el español Iberclear. El objetivo de esta plataforma es mejorar la eficiencia y reducir los costes de poscontratación de operaciones transfronterizas de valores.

Por otra parte, se ha seguido trabajando en la reforma del sistema de compensación y liquidación de valores, que, como anuncié en su momento ante esta Comisión, prevé la intervención de una entidad de contrapartida central en las operaciones de renta variable negociadas de forma multilateral. En este sentido, el pasado 4 de octubre se modificó la Ley del Mercado de Valores y se ha confiado el trabajo de naturaleza técnica a la Comisión Técnica Asesora de Iberclear, que, tras ampliar significativamente su composición, cuenta con una nutrida representación del sector. Conviene recordar que, a pesar de las dificultades técnicas

que supone, uno de los objetivos de la reforma es converger en el tiempo con la implementación de la plataforma Target2-Securities prevista para junio de 2015, que pretende facilitar la liquidación centralizada de las operaciones de valores en euros o en otras monedas. En consecuencia, se ha creado, con el objetivo de asegurar el cumplimiento de los plazos de implantación, un Comité de Coordinación, presidido por la CNMV y en el que están representadas tanto las infraestructuras del mercado como las principales asociaciones del sector.

Como en años anteriores, la CNMV ha realizado en 2011 una importante tarea de supervisión que se ha centrado, por una parte, en asegurar que se cumplen los requisitos de transparencia necesarios para favorecer la confianza de los inversores, especialmente en el ámbito de las colocaciones a inversores minoristas, y, por otra parte, en velar por el correcto funcionamiento de los mercados.

En el ámbito de la mejora de la transparencia, una primera área relevante es la de la supervisión de la información financiera que publican los emisores de valores, tanto de manera periódica como sin periodicidad fija.

El año pasado se recibieron un total de 966 informes de auditoría sobre las cuentas anuales de 2010. En ellos se observó un descenso significativo (de 59 a siete) en el número de informes que contenían alguna salvedad. Esto, en parte, fue debido al nuevo marco normativo aplicable a los informes de auditoría, según el cual la existencia de incertidumbres significativas no afecta a la opinión del auditor, siempre que se informe adecuadamente sobre ellas en la memoria. Aún así, en términos homogéneos se observa un descenso en el número de salvedades (de 59 a 48). La opinión del auditor fue denegada en una sociedad, que tiene suspendida su cotización desde la fecha de remisión del informe anual.

Respecto a las cuentas anuales del ejercicio de 2011, puedo avanzarles algunos datos, a pesar de que aún restan informes por recibir. Hasta la fecha, hemos recibido un total de 911 informes de auditoría. El número de informes de auditoría con salvedades relativos al ejercicio 2011 ha sido de 17, mientras que en 2010 fue de siete.

Otro aspecto de relevancia en cuanto a la mejora de la transparencia es el área de gobierno corporativo. Durante 2011, como tuve ocasión de comentarles en mi comparecencia del año pasado, se aprobaron cambios normativos sustanciales encaminados a adoptar las recomendaciones europeas en la materia. Se incorporaron al ordenamiento jurídico las definiciones vinculantes sobre las tipologías de consejeros que establece el Código Unificado y se avanzó sustancialmente en la mejora de la transparencia de las remuneraciones, al obligar a que las sociedades cotizadas y las cajas de ahorros presenten un informe sobre las remuneraciones de los consejeros que incluya, entre otros aspectos, el detalle de las retribuciones individuales devengadas por cada uno. Estamos todavía pendientes de que finalice el desarrollo normativo necesario para que podamos proceder a publicar nuestras circulares, que ya están preparadas, y a actualizar el Código Unificado y el modelo de Informe Anual de Gobierno Corporativo. Como pueden ver ustedes en nuestro Plan de Actividades para 2012, el número de objetivos relacionados con el gobierno corporativo da una clara indicación de la relevancia que consideramos que tienen y que deben tener estos temas. Será, sin duda, un ámbito al que continuaremos dedicando grandes esfuerzos.

Un último aspecto a señalar en el ámbito de la transparencia, que ha requerido, un año más, de una especial atención por nuestra parte, afecta a la información destinada a los inversores minoristas en la comercialización de productos financieros.

La CNMV lleva ya cuatro años impulsando iniciativas que mejoran la información que reciben los inversores en la colocación de productos sofisticados y velando por evitar posibles efectos perniciosos derivados de los potenciales conflictos de interés en los supuestos en los que el emisor y el colocador son la misma entidad, a través de comunicaciones al sector y de la supervisión en la emisión. Hemos requerido informes de valoración independientes, incorporado advertencias de la CNMV en la información a recibir por los clientes cuando ha sido necesario, potenciado los compromisos de provisión de liquidez de los productos, establecido buenas prácticas de comercialización que iban más allá de los requisitos establecidos por la MiFID y, finalmente, hemos supervisado exhaustivamente los procesos de colocación y los mecanismos de case entre clientes.

Como saben, un tema clave durante 2011 han sido las operaciones de recompra y canje de participaciones preferentes y deuda subordinada. Con independencia de mostrar mi apoyo a la propuesta de creación de una subcomisión parlamentaria sobre transparencia de productos financieros que, estoy seguro, analizará esta problemática en profundidad, creo necesario en este momento darles, al menos, unas pinceladas que ayuden a contextualizar la situación en la que nos encontramos.

La comercialización de las participaciones preferentes en España comenzó a mediados de la década de 1990. Desde entonces, la mayor parte de las emisiones destinadas a inversores minoristas han sido realizadas por entidades financieras y comercializadas entre sus clientes.

Hasta finales de 2008, momento en el que se produjeron cambios relevantes, era frecuente que las entidades amortizaran anticipadamente sus participaciones preferentes y que el inversor recuperase todo el capital invertido, además de los intereses acumulados hasta ese momento. Asimismo, era común que las entidades recomprasen las participaciones cuando un inversor solicitaba su liquidación, sin esperar a la amortización de la emisión. En estos casos, el emisor solía vender la participación del inversor original a un tercer cliente interesado y lo hacía por un importe igual o muy cercano a su valor nominal, dado que en esos años el valor de mercado y el nominal eran prácticamente idénticos.

En un escenario, desde finales de 2008, en el que las entidades emisoras interrumpieron las amortizaciones de este tipo de emisiones y en el que la situación general del sistema financiero propició que algunas participaciones preferentes tuvieran un valor de mercado claramente por debajo del valor nominal, la CNMV realizó diversas actuaciones encaminadas a mejorar la liquidez de las participaciones preferentes, que normalmente había sido limitada. Por una parte, insistió, en diciembre de 2009, en la necesidad de que las emisiones de participaciones preferentes contasen con una entidad proveedora de liquidez. Por otra, en junio de 2010, la CNMV señaló como buena práctica el que la actividad de provisión de liquidez se realizara a través de, al menos, una plataforma electrónica multilateral y consideró mala práctica el que las entidades proveedoras de liquidez cotizaran posiciones significativamente alejadas del valor razonable. Asimismo, la CNMV resaltó que se trataba de una mala práctica la utilización de mecanismos internos de case de operaciones a un valor diferente del de mercado entre clientes minoristas de la entidad emisora, ya que, en caso de transacciones por encima del valor de mercado, se estaría perjudicando al inversor que adquiriese los valores.

En los últimos meses, las entidades emisoras están procediendo a canjear las participaciones preferentes por otros productos que tienen un tratamiento más acorde con sus nuevas necesidades de capital regulatorio. Así, de los más de 22 mil millones de euros de participaciones preferentes emitidas por entidades financieras que se encontraban en manos de inversores minoristas en mayo de 2011, quedarían aún sin ofertas de canje un saldo vivo de unos ocho mil millones, es decir, un 35% del saldo vivo original. Por otra parte, es previsible

que este saldo se reduzca próximamente, ya que una parte de las entidades emisoras que aún no lo han hecho tienen previsto realizar ofertas de canje en el futuro próximo.

Me gustaría resaltar que en todos los casos los canjes, que son de carácter voluntario tanto para la entidad como para los inversores, se están realizando por encima del valor de mercado de las participaciones preferentes y en su mayoría al cien por cien del valor nominal.

¿Qué más está haciendo la CNMV? Pues estamos trasladando a los emisores nuestro criterio de que en los procesos de canje o recompra con entrega de nuevos valores, estos deberían ser más líquidos y menos complejos que los sustituidos y, en particular, que las entidades financieras deberían evitar el canje por títulos perpetuos o híbridos.

Además, como hacemos en todas las emisiones destinadas a minoristas, nos aseguramos de que exista la máxima transparencia acerca de las condiciones de la operación, de forma que los inversores puedan tomar sus decisiones con la mayor información posible y de que se respeten las normas de comercialización de productos financieros.

Y, como no puede ser de otra manera, hemos supervisado cómo se ha realizado la colocación de las preferentes y la gestión de órdenes de compraventa posteriores a la emisión, que son los dos aspectos en los que se han centrado la mayor parte de las reclamaciones recibidas.

En este sentido, en los últimos años la CNMV ha revisado la comercialización de un volumen significativo de las emisiones de participaciones preferentes que se han registrado con el objeto de verificar tanto la información facilitada a los clientes como la adecuada aplicación de la normativa de evaluación previa de los conocimientos y experiencia de los clientes. Concretamente, en términos agregados, la CNMV ha realizado algún tipo de actuación supervisora dirigida a la comprobación de la información que se facilitó a los inversores sobre aproximadamente el 70% del importe nominal de las participaciones preferentes emitidas entre 2008 y 2011. En concreto, la CNMV ha revisado ocho emisiones de participaciones preferentes por un importe nominal total que ascendió aproximadamente a 8.500 millones de euros y que fueron adquiridas, en el momento de su emisión, por más de 200 mil inversores minoristas.

Adicionalmente, en desarrollo de los planes anuales de supervisión se han realizado otras actuaciones puntuales en las que se han analizado en profundidad los procedimientos de información a los clientes utilizados por determinadas entidades para la comercialización de participaciones preferentes. Con carácter general, la conclusión de dichos trabajos ha sido que la comercialización realizada se ajustó a la normativa vigente, si bien en determinados casos el número de operaciones "no convenientes" fue elevado ya que, aunque las entidades facilitaron la advertencia correspondiente a los clientes, estos decidieron adquirir dichos productos. Debe destacarse que en ocasiones los clientes manifiestan en sus reclamaciones haber recibido verbalmente información inexacta respecto a la verdadera naturaleza de estos instrumentos, si bien las actuaciones de la CNMV no pueden tomar en consideración a efectos sancionadores tales manifestaciones cuando las entidades aportan evidencias documentales contradictorias (acreditación firmada por el cliente de haber recibido la información).

Por otra parte, se han detectado algunas situaciones de incumplimiento en lo relativo a la valoración de la conveniencia y la idoneidad, en cuyo caso se han iniciado medidas disciplinarias contra las correspondientes entidades que han dado lugar a la apertura de cuatro expedientes sancionadores, siendo muy probable que se abran otros dos en breve plazo, así como a la adopción de medidas compensatorias respecto a sus clientes por parte de la entidad en otros dos casos.

Otro ámbito a destacar entre las actuaciones de la CNMV se refiere a la supervisión del correcto funcionamiento de los mercados de valores. En 2011, el número de operaciones supervisadas por la CNMV estuvo en torno a 91 millones, lo que supuso un aumento del 6,5% respecto al año anterior. La mayor parte de estas operaciones se generaron en el mercado de renta variable, donde el número continuó aumentando a pesar del descenso en el importe total negociado. En el ámbito de la renta fija, la CNMV realizó un especial seguimiento de las operaciones sobre deuda subordinada y participaciones preferentes emitidas por entidades que, debido a su situación financiera, se vieron obligadas a anunciar el impago de los correspondientes cupones.

Entre las labores de supervisión de los mercados uno de los temas más relevantes ha sido el control del cumplimiento de las decisiones de la CNMV sobre posiciones cortas.

Por una parte, en 2011 se mantuvo vigente el acuerdo adoptado en mayo de 2010 sobre comunicación de posiciones cortas que establece la obligación de comunicar a la CNMV todas las posiciones cortas individuales iguales o superiores al 0,2% del capital y de publicar en la página web de la CNMV todas las notificaciones recibidas, incluida la identidad del comunicante, que sean iguales o superiores al 0,5% del capital admitido a negociación del emisor. Por darles una idea del volumen, les diré que durante el pasado ejercicio se recibieron 2.008 comunicaciones de posiciones cortas que afectaron a un total de 61 emisores.

Como ustedes saben, la elevada inestabilidad que afectó a los mercados durante los meses de julio y agosto, especialmente acusada en los valores del sector financiero europeo, motivó la actuación coordinada de varios reguladores europeos con el fin de mantener el ordenado funcionamiento de los mercados y preservar su estabilidad. Bajo la coordinación de ESMA, la CNMV, junto con las autoridades competentes de Francia, Bélgica e Italia, acordó el 11 de agosto de 2011 prohibir, de forma temporal, la constitución o el aumento de posiciones cortas sobre valores cotizados del sector financiero. En España, la prohibición temporal afectó a 16 valores financieros y se mantuvo, como en las otras jurisdicciones mencionadas, hasta el pasado mes de febrero en que se levantaron las restricciones de manera coordinada, tal y como habían sido impuestas meses atrás. El levantamiento de la prohibición se adoptó en un contexto en el que los principales indicadores del grado de estabilidad en los mercados financieros reflejaban una mejoría notable, tras la moderación de los principales indicadores de riesgo financiero que siguió a las operaciones extraordinarias de financiación a largo plazo instrumentadas por el Eurosistema.

La CNMV ha realizado un análisis técnico de los efectos de la prohibición, cuyos detalles pueden ustedes encontrar en el capítulo 2 del Informe Anual. De él se desprenden algunas conclusiones que me gustaría señalar. En primer lugar, la medida contribuyó a reducir los indicadores de riesgo de crédito y la volatilidad de los precios de las acciones de las entidades afectadas. No obstante, estos efectos estabilizadores se circunscribieron básicamente a las entidades de tamaño mediano, no afectando prácticamente a los grandes bancos, y tendieron a diluirse tras unas semanas de vigencia de la prohibición. Por otra parte, además, se debe señalar que la prohibición llevó aparejados algunos efectos adversos persistentes, en términos de una menor liquidez y volumen de negociación, lo cual incidió negativamente en la calidad de funcionamiento del mercado. Conclusiones similares han alcanzado estudios equivalentes realizados por los supervisores italiano, francés y belga.

Así, la experiencia demuestra que este tipo de restricciones deben formar parte de las herramientas a disposición de los supervisores para contener la inestabilidad del mercado en circunstancias extremas. Al mismo tiempo, este episodio nos demuestra que su aplicación debe tener en cuenta que sus efectos estabilizadores desaparecen con el paso del tiempo y que tiende

a generar efectos adversos sobre la calidad del mercado. Además, en un contexto de deterioro generalizado del entorno macrofinanciero de la Unión Europea, como en el que se adoptó esta medida, la coordinación internacional es crucial para aumentar su eficacia, especialmente teniendo en cuenta el elevado grado de integración financiera en la zona, y para preservar las condiciones de competencia equilibrada entre los distintos mercados de valores.

Esta necesidad de coordinación a nivel europeo se ha visto plasmada en la aprobación, en marzo de este año, de un Reglamento comunitario sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago (los llamados CDS), que establece un marco común con el objetivo central de asegurar una mayor coordinación y coherencia entre los Estados Miembros. No me voy a extender en los detalles de esta norma que entrará en vigor el 1 de noviembre de este año, pero sí me gustaría destacar que la CNMV valora positivamente que se haya logrado una importante armonización en los requisitos de transparencia aplicables a las posiciones cortas sobre acciones y deuda soberana europea, en las restricciones a la operativa al descubierto y en los poderes de intervención, incluida la posibilidad de las autoridades competentes de prohibir en circunstancias excepcionales las posiciones cortas.

Durante 2011, la CNMV se ha visto inmersa en una intensa actividad internacional que ha venido derivada, en gran medida, de la entrada en vigor en enero de 2011 de la nueva estructura de supervisión financiera europea, dentro de la cual se enmarca la Autoridad Europea de Valores y Mercados, que ha comenzado su andadura con una interesante e intensa agenda. La CNMV ha participado desde el inicio de manera especialmente activa, ya que su Vicepresidente fue elegido miembro del Consejo de Administración (Management Board) de ESMA en enero de 2011 y renovado recientemente por un período adicional de 30 meses.

La agenda de ESMA, y consecuentemente la de la CNMV, ha estado muy condicionada por el ímpetu normativo de los legisladores comunitarios, que, con el loable afán de solucionar las deficiencias detectadas en la crisis, están impulsando cambios de importancia en la normativa comunitaria.

Básicamente lo que se pretende con esta ola normativa es resolver cuatro carencias importantes. En primer lugar, la insuficiencia de las normas que promueven la transparencia en los mercados. En segundo lugar, las imperfecciones del régimen que regula las infraestructuras de los mercados y que afectan a la integridad del proceso de búsqueda de precios y a la competencia entre los distintos centros de negociación. En tercer lugar, la ausencia de una armonización suficiente en las normas relativas a la inversión colectiva y, en particular, en las aplicables a la inversión alternativa. Y, por último, las deficiencias en cuanto al alcance y claridad de las normas de conducta de las empresas que prestan servicios de inversión.

Por lo tanto, en 2011 y en estos primeros meses de 2012 hemos asistido a la propuesta, negociación y, en algunos casos, aprobación de múltiples normas comunitarias. En 2011 se produjo la aprobación de la Directiva sobre gestión alternativa y la revisión de las directivas de Instituciones de inversión colectiva (UCITS) y de Folletos. Además, como ya he mencionado, recientemente se ha aprobado el Reglamento de posiciones cortas y se encuentra muy avanzada la negociación del Reglamento sobre infraestructuras de poscontratación (EMIR) y la revisión del Reglamento de agencias de *rating*. Finalmente, ha comenzado ya el trabajo que, a lo largo de este año, debería conducir a las revisiones de la Directiva de Abuso de Mercado, la Directiva de Transparencia y la MiFID.

En este contexto, ESMA ha tenido, como he dicho, un ajetreado comienzo que ha exigido una priorización de sus esfuerzos que le ha llevado, básicamente, a centrarse en cinco áreas: la elaboración de estándares técnicos vinculantes en desarrollo de la nueva normativa europea;

la emisión de recomendaciones para evitar arbitrajes regulatorios asegurando una implementación armonizada de las normas; la supervisión de las agencias de *rating*; el avance en aspectos relacionados con la protección del inversor, mediante la creación de un grupo de trabajo *ad hoc*; y, finalmente, la contribución activa en temas relacionados con la estabilidad financiera.

Como pueden ver, muchos e importantes han sido los temas que nos han mantenido ocupados a los supervisores europeos. Pero, además, la CNMV este año también ha multiplicado la actividad relacionada con la Organización Mundial de Comisiones de Valores (**IOSCO**), tras la elección del Vicepresidente de la CNMV como Vicepresidente del Comité Técnico de esta organización, cargo que lleva aparejadas importantes responsabilidades, como la asistencia a los plenarios del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB).

Como hito destacable en 2011, debo mencionar que la CNMV, en colaboración con representantes de diversos ministerios del Gobierno de España, ha participado en la elaboración y firma de un “acuerdo de sede” entre el Reino de España e IOSCO para dar cumplimiento a los compromisos asumidos tras el establecimiento de la sede de la Secretaría General de la organización en Madrid. Con esto se ha querido mostrar, una vez más, el compromiso de España con una organización internacional de creciente importancia.

Para terminar, permítanme que repase algunos temas relativos al funcionamiento interno de la CNMV.

En primer lugar, como viene siendo habitual desde 2007, la CNMV publicó en 2011, un año más, su Plan de Actividades, que supone un ejercicio relevante y voluntario de transparencia y rendición de cuentas al explicar, a principio de año, los objetivos fundamentales que van a marcar la actuación de la institución. Si bien representa una parte limitada de la actividad de la CNMV, es muy satisfactorio poder decirles que el grado de cumplimiento de los objetivos del Plan 2011 ha sido, como en años anteriores y pese al complejo entorno, muy elevado. En concreto, de los 67 objetivos que se fijaron para el año 2011, a finales del ejercicio se había ultimado el 79%. Si de los objetivos no completados se excluyen aquellos cuya realización no dependía únicamente de la CNMV, es destacable que se habría realizado el 91% del total.

En segundo lugar, durante 2011 se produjo una modificación normativa que ha permitido actualizar la composición del Comité Consultivo de la CNMV, órgano de asesoramiento del Consejo. En la nueva composición se ha dado cabida a representantes de diversos sujetos participantes en los mercados de valores, así como a expertos de ámbitos profesionales vinculados a esa área de actividad. Por lo tanto, se ha ampliado la representatividad del Comité y, consecuentemente, su capacidad para realizar la importante función asesora que tiene encomendada.

Y dejo para el final un aspecto que considero de la mayor relevancia y que he expuesto ante sus señorías en reiteradas ocasiones: me estoy refiriendo a la necesaria autonomía presupuestaria y de personal de la institución.

Existe un consenso internacional acerca del hecho de que es necesario que los países dispongan de supervisores financieros independientes que garanticen el respeto a las reglas del juego sin verse afectados por intereses políticos, por otra parte perfectamente legítimos.

Pero para que la independencia del organismo sea real se deben dar dos características simultáneamente: en primer lugar, debe existir una independencia formal plasmada en la regulación que, por una parte, impida cesar a los dirigentes del organismo una vez nombrados salvo por causas justificadas y tasadas y, por otra parte, otorgue a la institución los poderes

adecuados de supervisión y sanción. Pero con esto no es suficiente, ya que, en segundo lugar, se debe disponer de autonomía financiera para poder llevar a cabo la tarea encomendada. Es este un aspecto en el que ha hecho énfasis recientemente el Fondo Monetario Internacional dentro de las conclusiones preliminares de su ejercicio de evaluación del sistema financiero español.

Como vengo comentando desde hace años, la CNMV tiene que crecer al mismo ritmo que crecen el tamaño y la complejidad de los mercados y colectivos que supervisamos. En un contexto de crisis como el actual, queda aún más patente, si cabe, lo esencial de la tarea que tenemos encomendada en la medida en que se trata de mejorar la transparencia y evitar comportamientos inadecuados de los agentes en los mercados, fomentando así la confianza de los inversores en el buen funcionamiento de los mismos. Y esto, como hemos visto, es esencial para asegurar la estabilidad financiera.

Lamentablemente, la CNMV, al contrario que el Banco de España, no cuenta con suficiente autonomía para gestionar con flexibilidad y eficacia sus recursos. Piénsese, por ejemplo, en la rigidez que supone el sometimiento a la oferta de empleo público que impide a la CNMV contratar personal en un contexto de incremento pronunciado de las necesidades supervisoras, incluso si, como es el caso, su gasto no afecta al déficit público y cuenta con suficientes recursos para ello, lo que debería facilitar su autonomía. La actual oferta nos ha obligado no ya a no aumentar la plantilla, sino a reducirla en diez técnicos que llevaban dos años formándose en la CNMV, pese a que la conversión en indefinidos de los contratos de formación no hubiera implicado aumento alguno de los costes de personal. Adicionalmente, de mantenerse la restricción, otros diez técnicos en prácticas que actualmente llevan un año en la CNMV tendrían que abandonarla el año que viene. A todo ello habría que añadir las bajas vegetativas. De esta forma, la CNMV ha perdido lo avanzado en los últimos cuatro años, así que espero sean menos exigentes con quien me suceda cuando no pueda presentar un grado de cumplimiento de los compromisos asumidos en el Plan de Actividades semejante a los míos.

En todo caso, es de justicia señalar que la deficiencia de recursos actual podría haber dañado de modo sensible nuestra capacidad supervisora si no fuera por la enorme competencia y dedicación del personal de la CNMV, que, una vez más, ha demostrado su excelente profesionalidad en un entorno enormemente complicado.

Esta es mi última intervención ante esta Comisión. Quiero agradecerles su colaboración durante estos seis años que he tenido la satisfacción de presidir una institución como la CNMV, que juega un papel clave para el correcto funcionamiento de los mercados financieros y de la economía española. El que la CNMV logre estos importantes objetivos que la ley le encomienda depende no solo de su buen hacer, sino del marco regulatorio que el Gobierno y el Parlamento fijen. En esta tarea les deseo suerte y espero que sus señorías tengan en mente las sugerencias que he tratado de hacer.

